

# Vahinko-Tapiolan sijoitustoiminta ja markkinariskien hallinta

+ 12 %

30 678

3 126 728

2 244 615

- 3,2 %

19 441

7 611 393

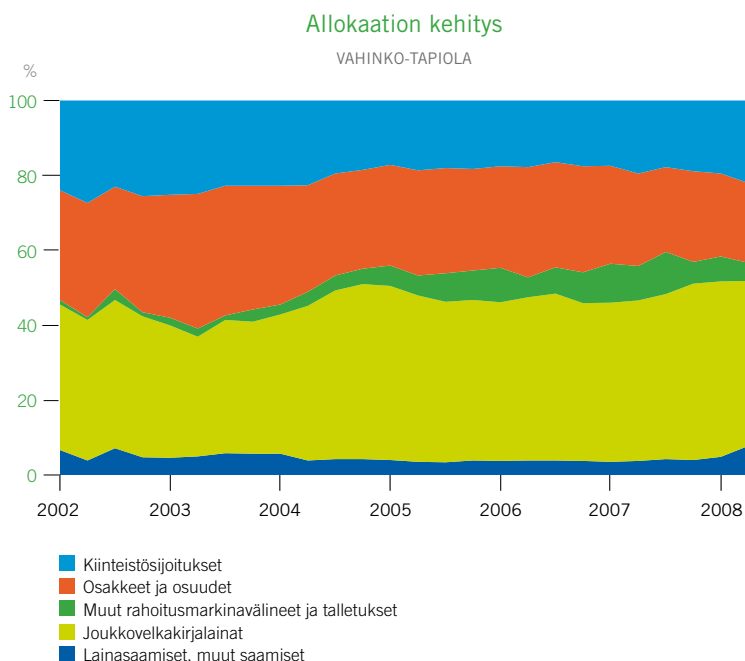
1 366 404

# Sisällysluettelo

1. Allokatio .....	3
2. Osakesijoitukset .....	3
2.1. Sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin .....	4
2.2. Suorat sijoitukset noteeraamattomiin suomalaisiin yhtiöihin ....	4
3. Korkosijoitukset.....	5
3.1. Asiakaslainat .....	6
4. Kiinteistösjoitukset.....	6
5. Markkinariskien hallinta .....	7
5.1. Lähtökohdat ja toimintaperiaatteet.....	7
5.2. Markkinariskien hallinnan organisointi .....	7
5.3. Riskienhallintaprosessit.....	7
5.3.1. Markkinariskien ja vakavaraisuuden hallinta .....	8
5.4. Vahinko-Tapiolan markkinariskit .....	8
5.4.1. Osakeriskit .....	9
5.4.2. Korkosijoitukset.....	9
5.4.3. Kiinteistöriskit.....	10
5.4.4. Valuuttakurssiriskit .....	10
5.5. Likviditeettiriski.....	10

# 1. Allokaatio

Vahinko-Tapiolan sijoitustuotot käyvin arvoin olivat – 4,6 prosenttia (4,9 %). Sijoitusomaisuus käyvin arvoin oli 2 444,2miljoonaa euroa (2 558,4 milj. e). Sijoitustoiminnan nettotuotot käyvin arvoin olivat – 123,7 miljoonaa euroa (124,0 milj. e). Osakesijoitusten määrää pienennettiin vuoden aikana. Erityisesti korkosijoitusten tuotto oli edellisen vuoden vastaavaa ajankohtaa korkeampi. Sen sijaan kiinteistö- ja osaketuotot jäivät edellistä vuotta huomattavasti alhaisemmiksi.



## 2. Osakesijoitukset

Osakemarkkinoilla koettiin erittäin huono vuosi 2008. Suomessa markkina laski peräti 47,3 prosenttia OMX Helsinki Cap-indeksillä mitattuna. Tämä oli hieman enemmän kuin Euroopassa Stoxx –tuottoindeksi, joka laski 44,2 prosenttia. Vuoden alkupuoliskolla lasku oli maltillisempaa, mutta finanssikriisin puhjetessa lasku jyrkentyi syksyn aikana. Euroopassa vuoden aikana heikointen pärjäsivät rahoituspalvelut, teknologia ja sykliset toimialat, kuten perusteollisuus ja teollisuuspalvelut. Vastaavasti parhaiten pärjäsivät defensiiviset toimialat, kuten terveydenhuolto ja teleoperaattorit. Mikään toimiala ei kuitenkaan säästynyt voimakkaalta laskulta

Finanssikriisin seurauksena yritysten rahoituksen saaminen kallistui ja vaikeutui etenkin syksyllä. Yhdysvallat alkoi ensimmäisenä tukemaan pankkeja massiivisesti ja Yhdysvaltojen keskuspankki laski lopulta ohjauksen nolleen joulukuussa. Euro-

pan valtiot ovat seuranneet pankkien tukemisessa ja samoin nyt mietitään erilaisia elvytyspaketteja kansallisesti tärkeille toimialoille. Makrotalouden ongelmat ja talouden heikkeneminen jatkuu kuitenkin 2009. Toivottavaa olisikin nyt, että velkemarkkinat lähtisivät toimimaan ja elvytyspaketit olisivat toimivia. Huolena on, että työttömyys ehtii kohota liikaa, ennen kuin mahdolliset tukitoimet alkavat viiveellä elvyttämään taloutta.

Näkymien epävarmuus suosinee edelleen yrityksiä, joilla on vahvat taseet, hyvät kassavirrat ja kyky maksaa osinkoja myös heikkoina vuosina. Talouden elpyminen saattaa kestää odotettua pidempään, mikä ei suosi sijoituksia syklisiin ja etenkin velkasiin yrityksiin. Vaikka nyt vuoden alussa taloustilanne vaikea ja osakemarkkina ei näytä houkuttelevalta, niin alhainen korkotaso tekee osakeista kiinnostavia pidemmällä aikavälillä.

## Vahinko-Tapiolan osakesijoitukset tuottivat – 28,8 prosenttia vuonna 2008

Vahinko-Tapiolan suorat pörssiosakesijoitukset tuottivat – 35,4 prosenttia vuonna 2008, mikä ylitti eurooppalaisten osakemarkkinoiden tuoton. Tuotto saavutettiin yleistä osakemarkkinaa alhaisemmallalla riskillä.

Vuoden 2008 lopussa osakesijoitukset olivat yhteensä 523,0 miljoonaa euroa ja 21,4 prosenttia sijoitusjakaumasta. Osakesijoitukset tuottivat kaiken kaikkiaan – 28,8 prosenttia. Osakerahastot tuottivat – 45,8 prosenttia.

Vuoden aikana suomalaisten osakkeiden osuus laski 27 prosenttiin. Suorien osakesijoitusten pohjoismaiden paino pieneni myös selkeästi. Lisäsijoituksia tehtiin terveydenhoito- ja kuluttajapalvelu- ja telekommunikaatioyhtiöihin, muiden yhtiöiden osuus suorista sijoituksista laski. 50 suurinta osakesijoitusta muodostivat 94,5 prosenttia suorista osakesijoituksista. Osakesijoitukset euroalueen ulkopuolelle on pääsääntöisesti suojattu valuutan osalta.

Suurimmat osakesijoitukset, Vahinko-Tapiola	Markkina-arvo milj. euroa	% osakesijoituksista
Lassila & Tikanoja Oyj	7,4	3,4
Fortum Oyj	7,3	3,3
Gdf Suez	7,1	3,2
Electricite De France	7,1	3,2
Vivendi	6,6	3,0
Coca-Cola Co	6,4	2,9
France Telecom Sa	6,4	2,9
Total Sa	6,0	2,7
E.ON Ag	5,7	2,6
Roche Holding Ag	5,5	2,5

## 2.1 Sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin

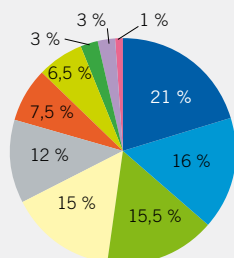
Vuoden 2008 lopussa Vahinko-Tapiolan pääomasijoitusrahastosalkussa oli yhteensä 49 rahastoa, joiden käyvät arvot yhteensä olivat noin 54,0 miljoonaa euroa. Keskeisenä toimintana vuonna 2008 oli edelleen salkun maantieteellisen ja sektorikohtaisen hajautuksen toteuttaminen. Pääomasijoitusrahastot tuottivat vuonna 2008 noin – 20,2 prosenttia.

## 2.2 Suorat sijoitukset noteeraamattomiin suomalaisiin yhtiöihin

Vuoden 2008 lopussa suorien sijoitusten salkussa oli yhteensä 51 kohdeyritystä ja sijoitusten käyvät arvot olivat yhteensä noin 25,9 miljoonaa euroa. Kohdeyritykset ovat yhtä poikkeusta lukuun ottamatta suomalaisia yhtiöitä. Vuoden aikana ei tehty uusia ensisijoituksia, sen sijaan lopullisia irtaantumisia tehtiin neljästä kohdeyrityksestä. Noteeraamattomat sijoitukset tuottivat – 5,5 prosenttia vuonna 2008.

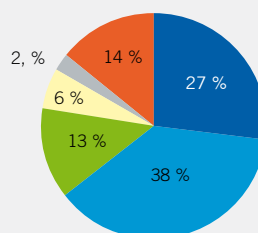
### Toimialajakauma – osakesijoitukset

VAHINKO-TAPIOLA



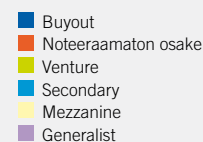
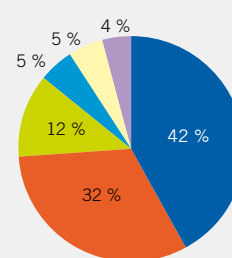
### Aluejakauma – osakesijoitukset

VAHINKO-TAPIOLA



### Tyypijakauma – Pääomasijoitukset

VAHINKO-TAPIOLA



### 3. Korkosijoitukset

Vuosi 2008 oli erittäin volatiili korkomarkkinoilla ja heijasteli maailmanlaajuisen talous- ja finanssikriisin kehitystä. Alkuvuonna korot jatkoivat edellisen vuoden laskutrendiä, mutta myöhemmin keväällä Yhdysvalloissa tapahtuneet pankkien pelastustoimenpiteet käänsivät markkinaa samaan aikaan kuin öljyn hinnan voimakas nousu ruokki inflaatiopelkoja. Euroopan keskuspankki nosti korkoa kesällä tasoon 4,25 prosenttia mikä huipensi loppukevään huonon kehityksen korkomarkkinoilla ja Saksan 10v korko nousi tasoon 4,70 prosenttia.

Alkusyksystä kuitenkin Yhdysvalloissa pankkien tilanne huononi voimakkaasti, mikä ajoi liittohallituksen pelastamaan koko pankkijärjestelmän. Pulmat levisivät nopeasti myös Eurooppaan ja katastrofaalinen tilanne sai maailman keskuspankit leikkaamaan ohjauskorkoja voimakkaasti. Samaan aikaan myös energian hinta romahti mikä osaltaan auttoi inflaatiopelkojen hälventämisessä. Markkinakorot laskivat voimakkaasti koko korkokäyrällä, samalla myös osakemarkkinat laskivat mikä osaltaan lisäsi ostokiinnostusta korkomarkkinoilla ja tämä jatkui koko loppuvuoden. Vuoden lopussa Euroopan Keskuspankin ohjauskorko oli tasolla 2,50 prosenttia ja Saksan 10v korko tasossa 2,95 prosenttia.

Yrityslainamarkkinoilla edellisenä vuonna alkanut huono kehitys pahentui koko vuoden 2008 – riskipreemiot kasvoivat ja ennestään huono likviditeetti jatkoi heikentymistään. Vasta aivan vuoden lopulla alkoi näkyä merkkejä yrityslainamarkkinan elpymisestä, mutta riskipreemiot ovat kasvaneet historiallisen leveiksi.

Myös aivan uusi korkosijoitusluokka syntyi vuoden 2008 loppupuolella kun pankit alkoivat tuoda markkinoille valtion takaamia lainoja turvatakseen näin luotonsaantimahdollisuudet. Tähän sijoitusluokkaan on virrannut runsaasti sijoittajien varoja.

Vuoden toisella puoliskolla lisättiin duraatiota salkussa joka vaikutti positiivisesti tuottokehitykseen laskevien korkojen ympäristössä. Yrityslainamarkkinoilla oltiin alipainossa mutta vuoden loppua kohti vähennettiin alipainoa koska lisätuottopotentialia nähtiin houkuttelevana riskiin verrattuna.

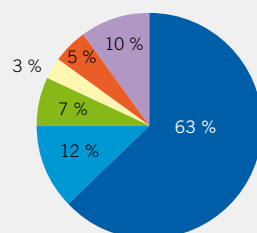
Vahinko-Tapiolan joukkovelkakirjalainat tuottivat 7,5 prosenttia vuoden aikana. Korkoriskimielessä oltiin pääsääntöisesti ylipainossa eli näkemys onnistui. Yrityslainapreemioiden leveneminen vaikutti negatiivisesti korkosalkun tuottoon vaikka yrityslainoissa oltiin selvässä alipainossa. Koko korkosalkku tuotti 6,7 prosenttia.

Vuoden 2008 lopussa oli Vahinko-Tapiolan koko korkosalkun markkina-arvo 1 193,7 miljoonaa euroa. Valtion lainojen osuus korkosijoituksista oli 34 prosenttia, kiinteistö- ja julkisvakuudellisten lainojen sekä yrityslainojen osuus 56 prosenttia ja rahamarkkinasijoitusten osuus 10 prosenttia. Salkun modifioitu duraatio oli noin 5,4 vuotta. Vuoden aikana käytettiin aktiivisesti korkojohdannaisia salkun korkoriskiprofiiliin hallintaan.

Korkosalkun keskimääräinen pääomilla painotettu luottoluokitus oli hyvällä tasolla AA+. Yrityslainojen keskimääräinen pääomilla painotettu luottoluokitus oli A, kiinteistö- ja julkisvakuudelliset lainat mukaan lukien AA.

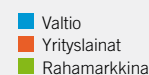
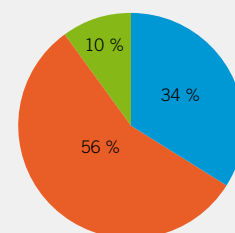
Korkosijoitukset luottoluokittain

VAHINKO-TAPIOLA



Korkosijoitusten jakauma

VAHINKO-TAPIOLA



### 3.1 Asiakaslainat

Lainasaamisten osuus Vahinko-Tapiolan sijoitus-kannasta kasvoi hieman. Lainakannan pääpaino on yritysten tarpeeseen räätälöidyissä sijoituslainoissa.

Lainasaatavat tuottivat 1,3 prosenttia vuonna 2008. Lainoihin kohdistui jonkin verran alaskirjauksia, jotka painoivat lainatuoton alhaiseksi.

## 4. Kiinteistösijoitukset

Kansainvälisillä kiinteistömarkkinoilla vuosi 2008 oli murroksen aikaa. Useita vuosia 2000-luvulla jatkunut sijoituskiinteistöjen tuottovaatimusten lasku päättyi ja tuottovaatimukset kääntyivät nousuun useilla Euroopan osamarkkinoilla. Tehtyjen kiinteistösijoitusten volyyymi kääntyi selvään laskuun sijoittajien muuttuessa varovaisemmiksi talousnäkömi- en heikentyessä erityisesti Yhdysvalloissa. Syksyllä pankkisektorilta alkanut rahoituskriisi heijastui negatiivisesti kiinteistösektorille ja kaupankäynti lähes pysähtyi useilla osamarkkinoilla.

Listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden kokonaistuotto jäi selvästi kiinteistömarkkinoiden tuottoa heikommaksi Euroopassa.

Vuoden alkupuolisko oli Suomen kiinteistösijoitus- markkinoilla vielä erittäin ripeä. Vuoden puoliväli päätti kuitenkin pitkään vallinneen tuottovaatimusten lasku ja loppuvuonna tuottovaatimukset olivat jo nousussa. Sijoittajat muuttuivat myös varovai- semmiksi talouden epävarmojen näkömi- en seurauksena. Koko vuoden kiinteistösijoitusvolyyymi laski verrattaessa edelliseen vuoteen hiljaisen lop- puvuoden takia. Loppuvuoden aikana tahtia hiljensi myös, rahoituskriisin seurauksena, sijoittajien vaike- udet saada velkarahaa. Tämä on varsinkin näkynyt ulkomaalaisten sijoittajien vähentyneenä aktiivisuu-

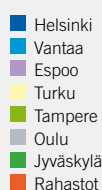
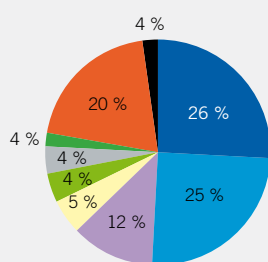
tena. Rahoituskriisi ja reaali- talous eivät ole vielä suuresti vaikuttaneet vuokra- markkinoihin. Sijoitus- kiinteistöjen markkina- arvot ovat useilla osamarkki- noilla vuoden aikana laskeneet, mikä on vaikuttanut heikentävästi kokonaistuot- tolukemiin. Vuoden 2008 lopussa Vahinko-Tapiolan kiinteis- tösalkun markkina-arvo oli 537,2 miljoonaa euroa (499,0 milj. e). Kiinteistösijoitusten paino on nous- sut 22,0 prosenttiin (19,5 %). Kiinteistösijoitukset tuotti- vat vuoden 2008 aikana -0,7 prosenttia (8,3 %).

Merkittävimmät lisäykset kiinteistösalkkuun olivat kiinteistörahastosijoitukset sekä muut lisäinvestoin- nit rakenteilla oleviin hankkeisiin. Merkittävimmät rakenteilla olevat hankkeet olivat Kiinteistö Oy Es- poon Revontulenkujat 1, Kiinteistö Oy Vantaankyn- nys ja Kiinteistö Oy Vantaan Tuupakantie 32.

Merkittävimmät myynnit olivat Carlyle Groupil- le myyty kiinteistösalkku, johon sisältyi 11 kohde- ta eri puolilta Suomea, Tapiolan omista toimistoista koostuva erillisosakesalkku, Kiinteistö Oy Malmin- katu 34 ja Kiinteistö Oy Järvensuo sekä merkittävä määrä asuntoja, joista suurimmat yksittäiset koko- naisuudet olivat Asunto Oy Lappeenrannan Reimari ja Asunto Oy Lahden Siltatorni. Kiinteistöjen keski- määräinen tyhjyyssaste laski 5,5 prosenttiin (5,9 %).

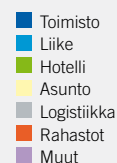
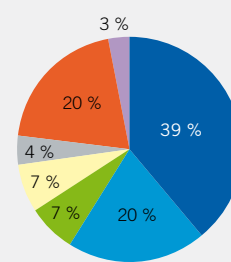
Kiinteistökannan aluejakauma

VAHINKO-TAPIOLA



Kiinteistökannan tyyppijakauma

VAHINKO-TAPIOLA

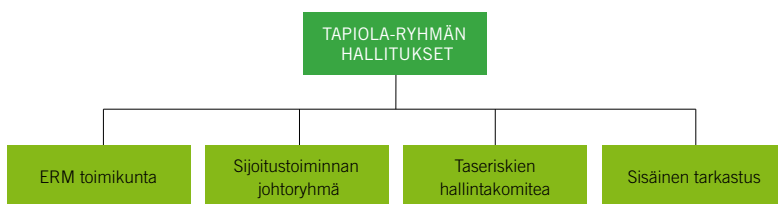


# 5. Markkinariskien hallinta

## 5.1 Lähtökohdat ja toimintaperiaatteet

Vahinko-Tapiola toteuttaa sijoitustoimintaansa tavoitteena vakavaraisuuden turvaaminen ja tuoton maksimointi hallitulla riskipositiolla. Sijoitusten alokaatiota ohjaavat vakavaraisuuden, vastuuvelan rakenteen ja katekelpoisuuden asettamat rajat sekä pääoman tuottovaatimukset. Pitkällä aikavälillä sijoitustuottojen on ylitettävä asiakashyvityspolitiikan mukaiset kokonaistuottotavoitteet. Sijoitustoiminnalla pyritään pitkällä aikavälillä kaikissa olosuhteissa hyvään ja vakaaseen tuottoon pääomariskejä välttämällä.

Sijoitukset hajautetaan riittävästi eri instrumenttiluokkien välillä ja sisällä. Yksittäisiä riskejä sekä vastuita ohjataan limiitein ja sijoituskriteerein. Sijoitustoiminnan on turvattava riittävä likviditeetti kaikissa olosuhteissa. Sijoituskannan on oltava myös riittävän yksinkertainen.



## 5.2 Markkinariskien hallinnan organisointi

Vahinko-Tapiolaan perustettiin taseriskien hallintakomitea (ALCO) vuonna 2007. Komitea on yhtiön hallitukselle suoraan raportoiva taseriskien hallinnan ja seurannan asiantuntijaelin, joka vastaa siitä että yhtiön taseriskien hallinta on asianmukaisesti järjestetty. ALCO laatii yhtiön hallitukselle määräajoin esityksen strategisesta markkinariskinotosta ja sitä koskevista limiiteistä. Limiitit kattavat sekä sijoitusten hintariskit että korkoriskit mukaan lukien vastuuvelan ominaisuudet ja vaatimukset. ALCO seuraa asettamia riskilimiittejä sekä riskinoton tuloksellisuutta ja raportoi toiminnastaan yhtiön hallitukselle.

Hallitus nimittää sijoitustoiminnan johtoryhmän, joka vastaa sijoitustoiminnan käytännön organisoinnista ja operatiivisesta markkinariskien valvonnasta. Johtoryhmään kuuluvat sijoitusjohtaja, vakuutusyhtiöiden toimitusjohtajat, aktuaarijohtajat ja hallituksen vakuutusyhtiöiden toimihenkilöistä nimeämät jäsenet.

ERM toimikunta vastaa hallitukselle riskienhallinnan järjestämisestä sekä riskien ja vakavaraisuuden valvonnasta.

Sijoitustoiminnan ohjeistuksen noudattamista valvoo sisäinen tarkastus.

## 5.3 Riskienhallintaprosessit

Riskienhallintaprosessi perustuu ohjeistukseen (sijoitussuunnitelma, johdannaispolitiikka sekä taseenhallintakomitean raamitukset sijoitussuunnitelmaan), sen operatiivisen noudattamisen valvontaan, säännölliseen riskiraportointiin ja itsearviointiin.

Yhtiön hallitus vahvistaa vuosittain sijoitussuunnitelman, jossa määritellään sijoituskannan tavoitejakauma ja tuotto-odotukset, instrumenttikohtaiset vaihteluvälit, hajautus- ja likviditeettitavoitteet, päätös- ja toimivaltuudet sekä kuvataan toimintaympäristöä. Hajautusperiaatteilla pyritään turvaamaan riittävä tuottotaso kaikissa markkinaolosuhteissa sekä instrumenttiluokkien sisällä että niiden välillä. Hajautusperiaatteet koskevat eri toimialoja, maita ja sijoituskohteita. Yksittäisiä riskejä sekä vastuita ohjataan limiitein ja sijoituskriteerein. Riittävä likviditeetti turvataan sijoitusrakenteella. Sijoitussuunnitelmassa käydään myös läpi tulos- ja riskianalyysi.

Johdannaisten käytön osalta on kirjoitettu tarkempi hallituksen vahvistama johdannaispolitiikka, jossa kerrotaan johdannaisten käytön periaatteet. Johdannaisten avulla rajoitetaan muun muassa osake-, valuutta- ja korkosijoituksiin liittyviä riskejä.

Riittäväällä analysoinnilla, hajautuksella, johdannaisilla sekä vastapuoliriskien limiiteillä pyritään turvaamaan toimintavapaus kaikissa markkinaolosuhteissa. Kiinteistöihin liittyviä riskejä analysoidaan erikseen.

Yleisesti käytettyjen markkinariski- ja raportointimenetelmien avulla seurataan sijoitustoiminnan riskejä ja tuottoja. Näiden raporttien avulla seurataan säännöllisesti niin korko-, kiinteistö- kuin osakesijoitusten kehitystä ja riskejä, sekä valvotaan myös sijoitussuunnitelmassa määriteltujen toimintaperiaatteiden noudattamista.

### 5.3.1 Markkinariskien ja vakavaraisuuden hallinta

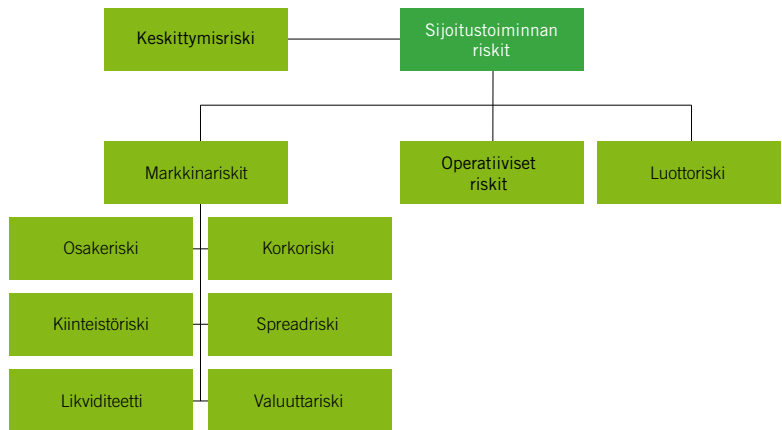
Markkinariskin vaikutusta yhtiön vakavaraisuuteen valvotaan ja hallitaan tällä hetkellä kahden eri järjestelmän mukaisesti: nykyinen vakavaraisuuskäytäntö (Solvenssi I) ja arviolta 2012 voimaan tuleva Solvenssi II vakavaraisuuskehikko. Lisäksi vakavaraisuutta valvotaan voimassaolevien ryhmittymiä koskevien vakavaraisuussäännösten mukaisesti. Nykyinen vakavaraisuuskäytäntö on lyhyellä tähtäimellä merkittävämpi ja rajoittavampi järjestelmä. Merkittävin muutos vakavaraisuuslaskennassa tulee olemaan se, että varojen ohella myös vastuvelka arvostetaan markkinaehtoisesti käypään arvoon Solvenssi II:ssa. Tällöin vastuvelan arvo riippuu erityisesti korkotasosta ja korkoriskin hallinnan merkitys korostuu. Yhtiössä on alettu seurata Solvenssi II vakavaraisuutta sisäisesti ja tämänhetkisten viranomaisvaatimusten mukaisessa raportoinnissa (henkiyhtiöiden ennakoinnivaivonta ja Solvenssi II kvantitatiiviset vaikuttavuustutkimukset) 2008 alusta lähtien. Yhtiössä on meneillään mittavat hankkeet sisäisten Solvenssi II mallien kehittämiseksi sekä riskienhallinnan että liiketoiminnan tarpeisiin.

Lähtökohtana markkinariskin hallitsemiselle on, että yhtiön vakavaraisuus on turvattu riittävällä todennäköisyydellä seuraavan vuoden ajan. Sijoitusten arvomuutosriskiä seurataan jatkuvasti todennäköisyyksillä, joka perustuu sijoitusten historialliseen arvovaihteluun ja sijoitusluokkien väliseen arvomuutosten riippuvuuteen (korrelaatioon). Riskiä seurataan käyttämällä arvovaihteluna (volatiliteettina) sekä pitkän aikavälin keskimääräisiä arvoja, että lyhyemmältä aikaväliltä estimoituja riskitunnuslukuja. Erityisesti osaketuottojen volatiliteetti ja samalla odotettavissa oleva osakesijoitusten riskitaso ovat nousseet huomattavan korkealle tasolle syksyn 2008 aikana.

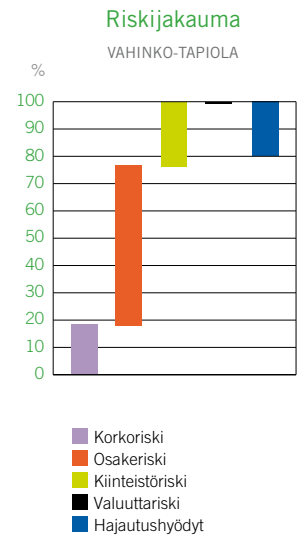
Sijoitustoimintaa ohjataan normaalia tiukemmin tarvittaessa ns. liikennevaloperiaatteiden mukaisesti jatkuvaan markkinariskiseurantaan perustuen. Vihreä valo tarkoittaa tilannetta, jossa omaisuuden hoitajat saavat ja voivat toimia normaalien sijoitussuunnitelman limiittien mukaisesti. Keltainen valo

liittyy tilanteeseen, jossa sijoitussuunnitelman puitteissa tapahtuvat sijoitusmarkkinariskien lisäykset tai neutraali sijoitusallokaatio eivät ole enää taseen riskillisyyden kannalta hyväksyttäviä. Punainen valo tarkoittaa tilannetta, jossa taseen riskillisyyden on liian korkea ja tarvitaan riskinvähentämistoimia. Keltaisen ja punaisen valon riskiasemassa määritellään tiukennetut rajoitukset sijoitusriskeille sekä mahdolliset tarvittavat riskinvähentämistoimenpiteet. Kokonaisriski mitoitetaan siten, että toimintapääoma säilyy turvaavalla tasolla myös riskien toteutuessa.

### 5.4 Vahinko-Tapiolan markkinariskit



Merkittävimmät Vahinko-Tapiolan markkinariskit ovat osakeriskit, korkosijoitusten korko- ja luottoriskit sekä kiinteistösijoitusten riskit ylläolevan kaavion mukaisesti. Markkinariskit voivat toteutua sijoitusten aiempaa alhaisempina tuottokassavirtana tai omaisuusarvojen laskuna. Solvenssi II kehikossa markkinariskit liittyvät sijoitusomaisuuden lisäksi markkinaehtoiseen vastuuelkaan ja pääomavaatimukseen. Vahinko-Tapiolan Solvenssi II:n mukainen markkinariskien jakauma on esitetty oheisessa kuvassa. Esitetyt riskiarviot perustuvat viranomaisohjeistuksen mukaisiin riskimalleihin ja -parametreihin. Hajautushyötyä muodostuu omaisuuserien arvojen liikkuaessa eri suuntiin, jolloin koko sijoitusomaisuuden riski on pienempi kuin yksittäisten riskien summa. Sijoitusten ja vakavaraisuuden herkkyyttä markkinamuutoksille on esitetty allaolevassa taulukossa.



Arvio Vahinko-Tapiolan markkinariskien jakaumasta Solvenssi 2:ssa 2008 alussa

	MUUTOKSEN VAIKUTUS			
	31.12.2008	Osakekurssit -20 %	Kiinteistöjen arvo -10 %	Korkotaso +1 %-yksikkö
Vakavaraisuuspääoma milj. euroa	1174,5	-104,6	-53,7	-64,8
Vakavaraisuusaste %	84,0	-7,5	-3,8	-4,6
Sijoitusten tuotto-%	-4,6	-3,9	-2,0	-2,4

Vahinko-Tapiolan sijoitusten ja vakavaraisuuden herkkyyks markkinaskenaariolle 31.12.2008

Markkinariskiä hallitaan sijoitusten riittävällä sijoitusluokittaisella, maantieteellisellä ja toimialoitaisella hajautuksella. Keskeinen sijoitustoiminnan ohjausväline on eri omaisuusluokkien perusallokatio. Vahinko-Tapiolan allokaation kehitys on esitetty kuvissa 3 ja 9. Solvenssi II riskiä voidaan lisäksi pienentää muuttamalla sijoitusomaisuuden korkoherkkyttä vastuuvelan kaltaiseksi sekä johdannaissuorjauksin.

#### 5.4.1 Osakeriskit

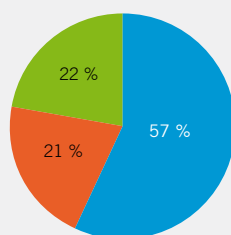
Osakesijoittamisen tavoitteena on pitkällä tähtäimellä päästä vertailuindeksiä parempaan tuottoon alemmalla riskitasolla. Toisaalta sijoitusten lähtökohtana on turvata pääomien arvot. Tämän vuoksi sijoitusperiaatteeksi on valittu arvosijoittamisfilosofia, joka mm. edellyttää sijoituskohteiden hyvää tuntemusta. Osakesijoituksia tehdään pääasiassa kannattaviin, kasvaviin ja vakavaraisiin yhtiöihin. Osakesalkku on myös hajautettava riittävästi yksittäisten riskikeskittymien välttämiseksi. Hajauttaminen koskee sekä yksittäisiä yrityksiä, maantieteellisiä alueita että toimialoja. Osakesijoituksista ja niiden jakaumista on lisätietoa kappaleessa 2. Osakesijoitukset ovat olleet alipainossa pitkän aikavälin tavoitetasoon nähden vuonna 2008.

Osakesijoittamista ohjataan allokaatio- ja hajautusliitteillä. Nämä ovat mm.

- Yhden osakkeen osuus voi olla osakesalkusta aktiivisesti ostettuna korkeintaan 5 %
- Osakesalkussa tulee olla vähintään 30 ja enintään 100 yhtiön osakkeita
- 50 suurinta osakesijoitusta ovat vähintään 90 % osakesijoitusten arvosta.
- Yhden toimialan osuuden osakesalkusta on oltava alle 20 %

Listatut osakesijoitukset hoitaa Tapiola Varainhoito Oy.

Allokaatio 31.12.2008  
VAHINKO-TAPIOLA



■ Korkosijoitukset  
■ Osakkeet  
■ Kiinteistöt

Listamattomiin osakeyhtiöihin tehtäviä sijoituksia (pääomasijoitukset) tehdään, kun niissä nähdään erityisen hyvää tuottopotentiaalia. Näiden sijoitusten operatiiviset tavoitteet vahvistetaan vuosittain sijoituskomiteassa ja toimintaa ohjataan sijoitus-suunnitelman limiiteillä. Pääomasijoitusten kokonaisuus voi olla yhteensä enintään 5 prosenttia yhtiön sijoituksista.

#### 5.4.2 Korkosijoitusten riskit

Vahinko-Tapiolan korkosijoittamisen ensisijaisena tavoitteena on turvata sijoitusten arvot ja saavuttaa vähintään vastuuvelan tuottovaatimuksen mukainen sijoitustuotto. Toissijaisesti tavoitellaan vertailuindeksiä parempaa tuottoa maltillisilla korkosalkun sisäisillä riskipainotuksilla.

Korkosijoitusten riski muodostuu korkojen vaihtelusta (korkoriski) ja sijoituskohteiden vastapuolen luottoriskistä. Korkoriskin vaikuttaa valtiolainojen yleisen korkotason ja pankkienvälisen korkokehityksen lisäksi yksittäisten yritysainojen riskilisan (spread) vaihtelu. Korkosijoitusten arvovaihtelu on kasvanut 2007 loppupuolelta lähtien huomattavan korkealle tasolle viime vuoden lopulla.

Yritysluotoilla haetaan korkosalkkuun korkeampaa tuottoa sijoittamalla vakaisiin ja hyvän luottokelpoisuuden omaaviin yrityksiin. Ensisijaisesti suositaan lyhyen maturiteetin joukkovelkakirjoja, jotka pidetään pääsääntöisesti eräänymiseen asti. Luottoriskiä minimoidaan hajauttamalla sijoitukset eri liikkeeseenlaskijoihin ja asettamalla enimmäismäärä yksittäisen liikkeeseenlaskijan osuudelle yritysten korkosijoituksista.

Korkosijoittamista ohjataan mm. seuraavin allokaatio- ja hajautusliittein. Sijoitusliitteit perustuvat yhtiöiden virallisiin luottoluokituksiin:

- Valtiolainojen osuus korkosalkusta tulee olla vähintään 25 %
- Yrityslainojen ja – todistusten osuus saa olla enintään 30 % korkosalkusta
- Muiden julkisten yhteisöjen ja vakuudellisten lainojen osuus saa olla korkeintaan 50 % korkosalkusta
- Vähintään 70 % tulee olla sijoitettuna korkeimpiin luottoluokituksiin (AAA-AA)
- Valtioriskiä on hajautettava koko euro-alueelle ja liiallisia keskittymiä yksittäiseen maahan on vältettävä

Korkosijoitukset hoitaa Tapiola Varainhoito Oy.

Korkosijoituksista ja niiden jakaumista on lisätietoa kappaleessa 3.

### 5.4.3 Kiinteistöriskit

Kotimaan markkinoilla kiinteistösijoitukset ovat pääsääntöisesti suoria. Vällisten kiinteistösijoitusten, kuten kiinteistörahastojen tavoitteena voivat olla mm. kiinteistösijoitussalkun hajauttaminen ja siten salkun riskin pienentäminen, sijoittaminen kansainvälisille kiinteistömarkkinoille tai kotimaisiin erikoiskohteisiin. Kiinteistösijoitukset hoitaa Kiinteistö-Tapiola Oy.

Suorien kiinteistösijoitusten tuotto muodostuu pitoajan juoksevasta nettotuotosta ja arvonmuutostuotosta. Kiinteistöriski voi realisoitua sekä arvonlaskuna että tuottokassavirran alentumisena.

Kiinteistöt ovat pitkäaikaisia sijoituksia, jotka vuokrasopimusten inflaatioidonaisuuden perusteella kattavat hyvin pitkiä vastuita. Kiinteistösalkun tuotto-riski rakenne varmistetaan perustelluilla hankinnoilla ja suunnitelmallisella myyntiohjelmalla. Kassavirran reaalityso ja siihen liittyvät kohderiskit hallitaan aktiivisella ja tavoitteellisella vuokraus- ja sopimuspolitiikalla. Kohteiden teknis-taloudellinen elinkaari varmistetaan ammattimaisella kiinteistöjohtamisella. Uudet sijoitukset tehdään positiivisesti kehittyvien osamarkkinoiden, pääasiassa suurimpien kaupunkien, alueille ottaen huomioon kohteiden monikäyttöisyys ja myytävyyden pitoajan jälkeen. Paikkakuntien terveen elinkeinorakenteen lisäksi kriteerejä ovat riittävä asukaspora ja käyttäjäkäyttö. Vähintään 70 % kiinteistösijoituksista tulee olla Suomessa. Kiinteistösijoituksista ja niiden jakaumista on lisätietoa kappaleessa 4.

### 5.4.4 Valuuttariskit

Suora valuuttariski liittyy vieraisissa valuutoissa noteerattaviin sijoituksiin liiketoiminnan ollessa euro-

määräistä. Tämän lisäksi valuuttakurssien muutokset voivat heijastua yksittäisten yhtiöiden ja toimialojen liiketoimintaan ja vaikuttaa siten epäsuorasti osakesijoitusten arvonmuutokseen.

Valuuttaposition suojataan lähtökohtaisesti johdannaisten avulla, kun tehdään muita kuin euromääräisiä sijoituksia. Valuuttaposition minimisuojaamasteen määrittelevät yhtiökohtaiset sijoituslimitit ja lainsäädäntö. Vahinko-tapiolan suojaamaton valuuttaposition oli 45.4 milj. eur 2008 lopussa. Avoimen valuuttaposition jakauma on esitetty allaolevassa kuvassa.

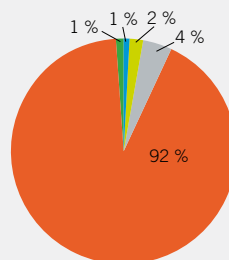
### 5.5 Likviditeettiriski

Likviditeettiriski toteutuu, jos yhtiöt eivät pysty realisoimaan omistuksiaan pystyäkseen selviytymään maksuvelvoitteistaan niiden erääntyessä. Likviditeettiriski voi aiheutua muun muassa suurista korvauksista tai odottamattomista muutoksista maksutulokäyttäytymisessä.

Lyhyiden rahamarkkinasijoitusten tehtävänä on turvata yhtiön vaatima likviditeetti kaikissa tilanteissa. Riittävän likviditeetin takaamiseksi pitemmällä aikavälillä on 2–20 prosenttia varoista oltava rahamarkkinasijoituksissa. Likviditeetin edellyttämät sijoitukset tehdään sellaisiin instrumentteihin, joiden muuttaminen käteiseksi rahaksi lyhyessä ajassa ei pääsääntöisesti aiheuta pääomatappioita. Rahamarkkinasijoitusten ja kassanhallinnan pääinstrumentteja ovat pankkien talletukset sekä Suomessa toimivien pankkien sijoitustodistukset. Rahamarkkinavastapuolista tehdään vuosittain sijoitusanalyysi ja pankkivastapuoliriskiä hajautetaan.

Valuuttajakauma  
31.12.2008

VAHINKO-TAPIOLA



■ NOK  
■ GBP  
■ SEK  
■ USD  
■ Muut